

## KORAY GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A. Ş.

Uzun Vadeli Ulusal Kredi Derecelendirme Notu: **TR BBB**

Kısa Vadeli Ulusal Kredi Derecelendirme Notu: **TR A2**

Görünüm: **Durağan**

**İstanbul, 19 Kasım 2024** - Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi'nin (kısaca Koray GYO veya Şirket) Uzun Vadeli Ulusal Kredi Derecelendirme Notu TR BBB, Kısa Vadeli Ulusal Kredi Derecelendirme Notu TR A2 olarak belirlenmiştir. Şirketin sektördeki tecrübesi, gerçekleştirdiği ve devam eden prestijli projelerinin varlığı, kaldıraçsız finansal yapısı ve alanında uzman yönetim kadrosu ile ana ortağın Şirkete olan sermaye katkısı ve desteği notları destekleyen temel faktörlerdir. Şirketin yatırım döneminde olması nedeniyle yaşanan finansal ve rasyo değişimleri de göz önüne alınmıştır. Enflasyonist ortam ile artan maliyetler, volatil karlılığı ve büyüme hedefi doğrultusunda kaldıraç artırması neticesinde yüksek piyasa faiz oranlarına maruz kalması, notu baskılayan temel unsurlardır. Şirketin mevcut performansını koruyacağı beklentisiyle görünüm durağan olarak belirlenmiştir.

**Sektör Tecrübesine Sahip Halka Açık Bir GYO:** Koray GYO, 1996 Aralık ayında Yapı ve Kredi Bankası ile Koray Grubu'nun ortak girişimi olarak faaliyetine başlamıştır. Şirket, "Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş." unvanıyla 1998 yılında halka arz olmuştur. 2017 yılında Koray GYO hisselerinin bir bölümü, Nisan 2021 dönemi itibarıyla ise halka açık olmayan tüm hisseler Orhun Kartal tarafından devralınmıştır. 17 Mayıs 2021 tarihinde Yapı ve Kredi Bankası'nın Şirket'in sermayesindeki paylarını Koray Gayrimenkul ve Yatırım A.Ş.'ye devretmesi sonucu, Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi unvanını almıştır. Haziran 2024 itibarıyla, Şirketin %51,7'si Orhun Kartal'a ait, geriye kalan %48,3'lük kısmı ise halka açıktır. Merkezi İstanbul'da olan Şirketin, Haziran 2023 itibarıyla 16 personeli bulunmaktadır.

**Niş İş Modeline Sahip Bir GYO:** Şirket, fırsat gördüğü yerlerde ve zamanlarda ihtiyaca göre modern ve doğa yaşamı ile iç içe konut ağırlıklı projeler geliştirmektedir. Şirketin tüm projeleri yurtiçinde yer almaktadır. Ancak, Orhun Kartal'ın ana ortağı olduğu Grubun, yurtdışında da inşaat projeleri söz konusudur. Şirket her ne kadar ağırlıklı olarak yurtiçinde faaliyet gösterse de yurtdışında büyük projeler geliştirecek altyapı ve donanımına sahip olup, bu alandaki fırsatları değerlendirmektedir. Küçük ölçekli bir GYO yapısında olan Şirket, mevcut devam eden ve değerlendirme aşamasında olan projelerin katkısıyla ölçek büyümeyi hedeflemektedir. Mevcut durumda, Şirketin kira gelirleri ve konut satış gelirleri yeterli seviyede olmayıp, gelirlerin önemli bir bölümü bağlı ortaklığı konumunda olan YKS (YKS Tesis Yönetim Hizmetleri A.Ş.)'den gelmektedir. Ancak, Koray GYO'nun devam eden projelerinin tamamlanması ile birlikte, kira gelirleri ve konut satışları dolayısıyla, net satışları artış gösterecektir. Ayrıca Şirket yetkilileri, önümüzdeki dönemde Gruba ait kira getiren bazı gayrimenkullerin Şirket bünyesine alınarak, kira gelirlerinin artırılması ve sürekli hale getirilmesinin sağlanacağını belirtmişlerdir.

**Tamamlanan ve Devam Eden Projeleri:** Koray GYO, şimdiye kadar İstanbul İstanbul, İstanbul Zen, İstanbul Bis, Evidea, Ankara Ankara, Elit Residence, Bomonti Apartman, Levent Loft Bahçe, Kağıthane OfisPark, Neo Alışveriş ve Yaşam Merkezi ile Ankara Çankaya projelerini gerçekleştirmiştir. Şirket'in gelecek dönemlerde finansal yapısını etkileyecek önemli, devam eden projeleri de bulunmaktadır. Koray GYO'nun devam eden projeleri arasında; Koray Liberte, İstanbul İstanbul 3. Etap ve Upland projeleri yer almaktadır. Bununla birlikte, Şirketin gerçekleştirmeyi planladığı projeleri arasında; Kasaba 6, Maslak ve Göktürk/Özas projeleri yer almaktadır. Şirket devam eden yatırımlarını özkaynaklarıyla gerçekleştirmekte olup, oldukça sınırlı bir finansal borçlanması söz konusudur.

**Yeniden Değerleme ile Yaşanan Büyüme:** Koray GYO, 2019-2021 dönemi ortalama 105,8 milyon TL aktif büyüklüğüne sahip iken sonraki yıllarda yapılan yeniden değerlemelerin etkisiyle aktif büyüklüğü artış göstermiştir. 2023 yıl sonu itibarıyla toplam aktifler 3,7 milyar TL'ye, Haziran 2024 itibarıyla ise 4,9 milyar TL'ye ulaşmıştır. Sınırlı bir pazar payına sahip olan Şirketin, Haziran 2024 itibarıyla toplam 4,9 milyar TL'lik aktiflerinin 4,5 milyar TL'lik kısmını stoklar oluşturmaktadır. Şirketin uzun vadeli stoklarının büyük bölümünü Kasaba 06 projesi ile Erikli projeleri oluşturmaktadır. Şirketin aktif yapısı, yatırım yapan bir GYO şirketi yapısında olup, projelerin tamamlanmasıyla birlikte bu yapı değişiklik gösterecektir. Yaşanan enflasyonist ortamın etkisiyle, varlıkların gerçek değerine getirilmesi ve yeni yatırımların katkısıyla Koray GYO'nun önümüzdeki dönemlerde ciddi büyüme göstermesi olasıdır.

**Sektörün Doğası Gereği Volatil Net Satışlar:** Şirketin net satışları faaliyet gösterdiği sektörün doğası gereği volatil bir seyir izleyebilmektedir. Şirket, proje geliştirdiği dönemlerde sınırlı bir net satış geliri elde ederken projelerin tamamlanması ve satış ile birlikte ciddi net satışları söz konusu olabilmektedir. Şirketin net satışları 2023 yılında 215,2 milyon TL olup, bunun 204,7 milyon TL'sini tesis/bina yönetimi hizmetleri (YKS bağlı ortaklık) oluşturmaktadır. Diğer yandan, gayrimenkul geliştirme gelirlerinin net satışlar içerisindeki payı eliminasyon öncesi sadece 11,0 milyon TL'dir. Şirketin devam eden projelerinin peyderpey tamamlanmasıyla net satışlarının önemli ölçüde artması olasıdır. Şirketin mevcut devam eden projelerinin 2025 ve 2026 yıllarında tamamlanması hedeflenmektedir.

**Sermaye Düzeltmesi Farkları ile Artan Özkaynaklar:** Şirketin 2019-2021 döneminde ortalama 91,1 milyon TL olan özkaynakları, 2022 yılından itibaren artış göstermiştir. 2022 yılına kadar özkaynaklar altındaki sermaye düzeltmesi farkları 91,5 milyon TL iken 2022 yılında bu tutar enflasyon düzeltmesi ile 2,1 milyar TL'ye ulaşmıştır. Sermaye düzeltme farkları, ödenmiş sermayeye yapılan nakit ve nakit benzeri ilavelerin enflasyona göre düzeltilmiş toplam tutarları ile enflasyon düzeltmesi öncesindeki tutarları arasındaki farkı ifade etmektedir. 2022 yılından itibaren Koray GYO'nun özkaynakları, sermaye düzeltmesinin olumlu farkları ile artış gösterirken geçmiş yıl zararları ile baskılanmıştır. 2023 yılında Şirketin toplam özkaynakları bir önceki yıla göre 2,5 kat artarak 892,9 milyon TL'ye ulaşmıştır. Şirketin toplam özkaynakları Haziran 2024 dönemi itibarıyla ise 1,4 milyar TL'ye yükselmiştir. Ana ortak, devam eden inşaat projelerinin sürdürülmesi için 700 milyon TL'lik tahsisli sermaye artışı gerçekleştirmiştir. Söz konusu sermaye artışının 21 milyon TL'si ödenmiş sermayeye eklenmiş olup, geri kalan emisyon primi olarak özkaynaklar altında sınıflandırılmıştır.

**Sınırlı Finansal Borçlanma:** 2023 yılında Koray GYO'nun toplam finansal borcunun 9,3 milyon TL, Haziran 2024 dönemi itibarıyla ise, bu tutarın sadece 27 milyon TL olduğu görülmektedir. Oldukça düşük borçlanma dolayısıyla finansman gideri de sınırlı olmuştur. 2023 yıl sonu itibarıyla Şirketin finansman gideri 5,7 milyon TL, Haziran 2024 dönemi itibarıyla ise 4,1 milyon TL'dir. Şirketin büyüme stratejisi doğrultusunda finansal kaynak kullanımını arttırması halinde mevcut yüksek faiz oranlarının da etkisiyle finansman giderlerinin artması olasıdır.

**Volatil Karlılık Yapısı:** Şirketin karlılık performansı, faaliyet gösterdiği sektörün doğası gereği dalgalı bir seyir izlemektedir. Koray GYO'nun karlılık analizini yaparken brüt kar ve ana faaliyet karlılığı analizi yaklaşımından ziyade net kar performansı analizi daha doğru bir yaklaşım olmaktadır. Şirketin varlıklarının enflasyon nedeniyle değer artışlarından kaynaklanan gelirleri bulunmaktadır. Bu gelirler analizimizde, Şirketin ana faaliyet dışı gelirleri olarak sınıflandırılmaktadır. Bu nedenle Koray GYO ana faaliyetlerinden zarar etmiş gibi gözükse bile, diğer gelirlerin etkisiyle net kar elde edebilmektedir. Koray GYO, 2022 yılında ana faaliyetlerinden 8,5 milyon TL zarar ederken 643,7 milyon TL net kar elde etmiştir. Şirket yatırım döneminde olması nedeniyle gider yaratırken operasyonel giderlerini karşılayacak yeterli geliri yaratamamaktadır. Bu nedenle Şirketin karlılık yapısı negatif gözükmektedir. Şirketin EBITDA'sı son iki dönemdir negatif olarak seyretmektedir.

**Deneyimli Yöneticiler:** Şirket Yönetim Kurulu altı kişiden oluşmakta olup, iki bağımsız üye bulunmaktadır. Şirketin ana ortağı ve aynı zamanda Yönetim Kurulu Başkanı Orhun Kartal ve üst birim yöneticileri, alanlarında profesyonel ve deneyimli yöneticilerdir. Koray GYO'nun halka açık olmasının da katkısıyla, kurumsal yönetim tebliği gereği birçok komiteyi oluşturduğu ve etkin işlettiği görülmektedir.

Koray GYO Seçilmiş Finansal Göstergeler

(1.000 TL)	2019	2020	2021	2022	2023	2024/6
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>36.748</b>	<b>36.470</b>	<b>41.076</b>	<b>63.742</b>	<b>45.470</b>	<b>243.892</b>
Nakit Değerler	10.674	13.580	17.545	45.871	6.950	20.710
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	5.310	3.772	4.286	11.641	20.106	171.861
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>60.436</b>	<b>60.903</b>	<b>81.915</b>	<b>1.158.856</b>	<b>3.665.558</b>	<b>4.628.884</b>
Stoklar	-	-	-	931.250	3.568.354	4.470.161
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	56.308	56.812	74.876	205.472	70.280	87.663
<b>Aktif Toplamı</b>	<b>542.359</b>		<b>539.102</b>	<b>2.665.333</b>	<b>3.648.624</b>	<b>3.958.802</b>
<i>*Aktiflerdeki Büyüme (%)</i>	4,2	0,2	26,3	894,1	203,5	477,8
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>8.006</b>	<b>7.914</b>	<b>9.479</b>	<b>205.813</b>	<b>101.094</b>	<b>119.335</b>
Ticari Borçlar	3.295	2.833	4.860	70.806	11.992	23.571
İlişkili Taraflara Kısa Vadeli Borçlar	528	577	1	81.063	72.165	48.139
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>7.245</b>	<b>5.721</b>	<b>5.748</b>	<b>764.873</b>	<b>2.716.992</b>	<b>3.346.726</b>
Ticari Borçlar	-	-	-	274.117	313.709	1.587
Ertelenmiş Gelirler	-	-	-	67.265	2.397.006	3.336.961
<b>Özkaynaklar</b>	<b>81.933</b>	<b>83.766</b>	<b>107.764</b>	<b>251.912</b>	<b>892.943</b>	<b>1.406.715</b>
<b>Net Satışlar</b>	<b>47.288</b>	<b>49.781</b>	<b>61.043</b>	<b>247.476</b>	<b>215.170</b>	<b>140.404</b>
<i>*Net Satışlardaki Büyüme (%)</i>	4,9	5,3	22,6	305,4	-13,1	1,7
<b>Brüt Satışlar Kâr veya Zarar</b>	<b>10.311</b>	<b>10.497</b>	<b>12.550</b>	<b>-1.437</b>	<b>38.262</b>	<b>21.108</b>
Faaliyet Giderleri (-)	<b>10.991</b>	<b>11.426</b>	<b>12.042</b>	<b>51.635</b>	<b>46.777</b>	<b>28.141</b>
Ana Faaliyet Gelir veya Zararları	-7.337		12.570	3.687	-30.006	-1.013
<b>**Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Kârlar</b>	<b>5.690</b>	<b>3.741</b>	<b>19.783</b>	<b>-183.029</b>	<b>-307.149</b>	<b>-38.509</b>
Diğer Faaliyetlerden Zarar ve Giderler (-)	<b>2.884</b>	<b>3.076</b>	<b>3.550</b>	<b>37.569</b>	<b>42.470</b>	<b>34.070</b>
<b>Net Kâr</b>	<b>4.484</b>	<b>2.182</b>	<b>25.162</b>	<b>-39.412</b>	<b>643.675</b>	<b>-115.765</b>

\*Ara dönem büyüme oranları bir yıl önceki ara dönem verileri kullanılarak hesaplanmıştır.

\*\* Esas Faaliyetlerden diğer gelir giderler altındaki kur zararlarının, gelirler altında sınıflandırılmasıyla negatif değer söz konusu olmaktadır.